

ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS—E-NEWS

QUESTIONS DE FONDS

N°10 – OCTOBRE 2014



GUILLAUME CAVALIN

SORTIR DE LA CRISE PAR LE HAUT !

A l'heure où l'économie française peine à se relancer, trouver des sources de satisfaction peut à première vue être un exercice difficile.

Toutefois, en examinant les événements des derniers mois, certains d'entre eux laissent entrevoir un avenir potentiellement (plus) radieux pour l'économie française.

1/ Une vague d'IPO dans le secteur des « biotechs » et « medtechs » depuis mars 2014

McPhy Energy (fabrication et commercialisation d'équipements de production et de stockage d'hydrogène sous

forme solide à partir de l'électrolyse de l'eau) a ouvert le bal en levant 32 millions € fin mars 2014.

Puis les opérations se sont enchaînées en avril 2014, les principales étant :

- Gentice (développement de vaccins thérapeutiques) : 39,6 millions €
- Genomic Vision (solutions de diagnostic génétique moléculaire) : 23 millions €
- Oncodesign (évaluation pharmacologique préclinique de nouvelles thérapies anticancéreuses) : 12,8 millions €
- SuperSonic Imagine (appareils d'échographie haut de gamme) : 50 millions €
- TxCell (développement d'immunothérapies cellulaires personnalisées) : 16,2 millions €
- Fermentalg (recherche, développement et bio-production de molécules chimiques à partir de micro-algues) : 40,3 millions €
- Mainstay Medical International (fabrication et commercialisation de dispositifs médicaux destinés au traitement des douleurs au niveau du bas du dos) : 18 millions €

Hasard du calendrier, cette vague d'IPO est intervenue quelques semaines après la publication au Journal Officiel du décret d'application du PEA PME dont l'objectif est de soutenir le financement des PME et ETI. Un signe ?

Ces opérations ne constituant que la partie visible de l'iceberg, le mouvement d'IPO des « biotechs » et « medtechs » devrait être durable dans le temps, et ainsi contribuer à la relance de l'économie française.

2/ La French Tech et l'ambition d'un axe France-USA

La French Tech a pour objectif de construire un grand mouvement de mobilisation collective pour la croissance et le développement international des startups numériques françaises.

En juin dernier, le président Hollande a rendu public un projet de véhicule conjoint entre Bpifrance et des VCs américains afin d'inciter ces investisseurs à réaliser des investissements en France dans le secteur du numérique.

L'ambition de cette initiative est de permettre l'émergence du nouveau Criteo ou du nouveau Google.

Un autre aspect de cette initiative est d'accompagner le développement de sociétés françaises à l'international et en particulier aux Etats-Unis.

3/ Projet de loi numérique

Afin de faire de la France un acteur innovant de la transformation numérique, Axelle Lemaire, la Secrétaire d'Etat chargée du Numérique, devrait prochainement lancer une large concertation autour du projet de loi « numérique » qui pour rappel avait initialement été promis pour début 2014.

L'objectif est de créer une agence du numérique qui regroupera un volet « usages » (à savoir le plan France très haut débit) visant à déployer de la fibre optique sur tout le territoire français, ainsi que le label « French Tech » permettant aux start-up de lever des fonds auprès d'investisseurs privés.

Dans le meilleur des cas, le texte pourrait être présenté d'ici janvier 2015 au Parlement.

Reste à espérer que cette nouvelle dynamique ne soit pas coupée dans son élan par un nouveau plan d'austérité ou par l'immobilisme des décideurs !

ACTUALITÉS FISCALES

1/ Loi de finances et lois de finances rectificatives

La loi de finances pour 2015 est en cours de discussion. Force est de reconnaître que les dispositions intéressant les entreprises, le financement des entreprises ou des infrastructures, sont quasi-inexistantes.

Comme par le passé, il est probable que ces dispositions devraient figurer dans le projet de loi de finances rectificative pour 2014 qui sera discuté entre fin octobre et début décembre, ou seront intégrées dans le projet de loi de finances par voie d'amendement.

2/ Loi de financement de la sécurité sociale rectificative pour 2014

La loi de financement de la sécurité sociale rectificative 2014 a été publiée dans le Journal Officiel du 9 août 2014.

Il est à noter que le Conseil constitutionnel a jugé contraire à la Constitution une des mesures de mise en œuvre du Pacte de responsabilité et de solidarité, prévue par l'article 1^{er} de ladite loi, au motif qu'elle méconnaît le principe d'égalité. Cette mesure consistait en une diminution des cotisations salariales pour les salariés percevant entre 1 et 1,3 SMIC à partir du 1^{er} janvier 2015 (Décision n° 2014-698 DC du 06 août 2014).

3/ Modification de la convention fiscale entre la France et le Luxembourg

Le 5 septembre 2014, la France et le Luxembourg ont signé le quatrième avenant à la convention fiscale du 1^{er} avril 1958 (la « Convention »).

Cet avenant ajoute à l'article 3 de la Convention un nouvel alinéa relatif à la cession de titres de société à **prépondérance immobilière**.

Plus précisément, l'avenant prévoit que « *les gains provenant de l'aliénation d'actions, parts ou autres droits dans une société, une fiducie ou toute autre institution ou entité, dont l'actif ou les biens sont constitués pour plus de 50% de leur*

valeur ou tirent plus de 50% de leur valeur – directement ou indirectement par l'interposition d'une ou plusieurs autres sociétés, fiducies, institutions ou entités – de biens immobiliers situés dans un Etat contractant ou de droits portant sur de tels biens ne sont imposables que dans cet Etat ».

Ainsi, les plus-values réalisées par une société luxembourgeoise lors de la vente de titres d'une société détenant principalement (directement ou indirectement) des immeubles en France, ne seront plus imposables au Luxembourg (et ne bénéficieront donc plus sous certaines conditions d'une exonération en application du régime mère-fille), mais en France.

L'avenant entrera en vigueur l'année civile suivant sa ratification, donc au plus tôt le 1^{er} janvier 2015.

4/ Management packages : le Conseil d'Etat requalifie une plus-value en complément de salaire

Dans un arrêt CE 26-9-2014 n°365573, le Conseil d'état requalifie la plus-value de cession des titres acquis dans le cadre d'un management package en salaire.

Dans cette affaire, une holding de reprise d'un groupe avait été constituée, associant les managers et des investisseurs en capital. Ces derniers avaient consenti à l'un des managers, personne physique, une option d'achat portant sur les actions de la holding de reprise, moyennant le paiement d'une indemnité d'immobilisation.

Suite à la présentation par une société tierce d'une offre de rachat de la holding de reprise, le bénéficiaire de l'option avait exercé celle-ci et cédé le lendemain les actions issues de cet exercice au tiers acquéreur. La plus-value qui en résultait avait été déclarée dans la catégorie des plus-values mobilières. L'administration fiscale avait requalifié le gain en traitements et salaires. Le Conseil d'état a confirmé cette requalification et le redressement qui s'en était suivi au motif que (i) l'option d'achat qui avait été consentie était liée à la nomination du bénéficiaire en qualité de dirigeant du groupe, (ii) que la levée de cette option était subordonnée à l'exercice de fonctions de direction au sein du groupe pendant au moins 5 ans, et que (iii) le nombre d'actions soumises à option d'achat dépendait du TRI de l'investissement réalisé par les investisseurs en capital.

5/ Corporate Venture : le dispositif d'amortissement fiscal serait en cours d'examen par la Commission européenne

Le dispositif de « corporate venture » adopté l'an dernier n'est toujours pas entré en vigueur. En effet, son entrée en vigueur est retardée à la décision de la Commission Européenne.

Selon nos informations, les services de Bercy n'auraient notifié le dispositif qu'à la fin du premier semestre et la Commission européenne n'aurait pas encore pris sa décision.

Or, dans le même temps, le Ministre de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique a annoncé lors des assises du financement et de l'innovation qu'il mobilisera l'ensemble des grandes entreprises françaises afin qu'elles utilisent ce dispositif. Son objectif est de tripler les investissements des « corporate » pour les faire passer de 250M€ en 2013 à 750 M€ d'ici 2016/2017.

Pour mémoire, ce dispositif permet à toute société soumise à l'impôt sur les sociétés de déduire de sa base imposable au travers d'un amortissement fiscal les sommes qu'elle verse à des PME innovantes ou à des fonds. Celui-ci doit être pratiqué sur cinq ans, et est calculé sur la base des sommes versées, au cours de l'exercice au titre duquel l'amortissement va être pratiqué.

ACTUALITÉS JURIDIQUES

1/ Réformes à venir pour le capital-investissement

Lors des assises du financement et de l'innovation, qui se sont tenues le 15 septembre dernier, il a été annoncé que :

- la Banque Européenne d'Investissement portera chaque année le total de ses **financements annuels en France à 8,5 milliards d'euros**, à la fois pour le financement de grands projets d'infrastructures, le soutien aux investissements des collectivités territoriales et le financement des entreprises.
- L'Etat investira ainsi 1 milliard d'euros en fonds propres conjointement avec la Caisse des Dépôts, qui apportera de son côté 900 millions d'euros, pour financer la

construction de 25 000 **logements intermédiaires** sur cinq ans dans les zones tendues.

- La Caisse des Dépôts et Consignations mobilisera une nouvelle enveloppe de **500M€ de fonds propres pour le financement des infrastructures**.
- Bpifrance augmentera sa **capacité de soutien à la trésorerie des PME** - le soutien à la trésorerie atteindra 5 milliards d'euros en 2015 - et mettra en place le 1^{er} janvier un fonds de garantie des crédits de trésorerie pour 10 000 TPE pour des crédits jusqu'à 50 000 euros.
- Par ailleurs, Bpifrance et les grands assureurs ont convenu d'un nouveau partenariat pour financer des PME et notamment des startups au-delà de 2015 avec pour objectif un milliard d'euros.
- Un programme d'accompagnement pour **120 PME à haut potentiel** sera mis en place sous l'égide du Ministère de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique avec l'appui de Bpifrance. La sélection sera achevée en octobre prochain. L'objectif est d'amener ces PME au statut d'ETI par un soutien portant sur le potentiel d'innovation, la capacité à l'export et la consolidation externe.
- les fonds des **caisses de retraites complémentaires** seront réorientés à hauteur d'au moins 5 milliards d'euros pour financer les PME / ETI françaises. Dans ce cadre, le cadre réglementaire régissant l'Etablissement des Retraites Complémentaires de la fonction publique sera révisé par décret d'ici la fin de l'année.
- **l'épargne salariale** qui représente environ 100 milliards d'euros en France, serait également mise à contribution. A minima 500M€ sur trois ans seront orientés vers le financement en fonds propres des PME, par la création de fonds PME dédiés.
- Le cadre réglementaire des **fonds de prêts à l'économie** sera revu d'ici à la fin de l'année, de manière à élargir le champ des entreprises financées (élargissement aux entrepreneurs individuels) et des investisseurs (élargissement aux mutuelles).
- Après une année record d'introductions en bourse à Paris de PME technologiques, un **label des valeurs technologiques PME**, préfigurant un « NASDAQ européen »,

sera mis en place en France à l'automne. Par ailleurs, les pouvoirs publics accompagneront le développement de bourses locales dédiées aux petites entreprises, sur le modèle de « Place d'échange » à Lyon.

- L'ensemble des dispositifs fiscaux d'incitation au capital-risque en France est préservé sur l'ensemble du quinquennat. Dans le cadre de la préparation de la loi de finances rectificative, une consultation de place sera organisée pour renforcer ces outils, en particulier **les FIP / FCPI**. L'objectif est notamment de favoriser le regroupement des fonds.
- De même, un **nouveau véhicule juridique** simplifié d'investissement en capital, plus attractif pour les investisseurs étrangers, sera mis en place dans le cadre du Comité Place de Paris 2020. Ce nouveau véhicule devrait prendre la forme d'une société en commandite simple, largement inspirée du nouveau véhicule luxembourgeois et devant répondre aux difficultés fiscales auxquelles sont confrontés depuis peu les investisseurs allemands, souscripteurs de parts de fonds commun de placement français.

2/ Aides d'Etat – nouveaux textes communautaires

La Commission européenne a publié de nouveaux textes s'agissant des aides d'Etat :

- le règlement (UE) n° 1407/2013 de la Commission du 18 décembre 2013 relatif à l'application des articles 107 et 108 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides de minimis (« **Règlement de minimis** »).

Le Règlement de minimis est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2014 et vient remplacer le règlement d'exemption du 15 décembre 2006 concernant l'application des articles 87 et 88 du traité aux aides de minimis.

Il est à noter que le Règlement de minimis maintient le plafond de 200.000 euros pour le montant de l'aide de minimis qu'une entreprise unique peut recevoir sur une période de 3 ans.

- le règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (« **Règlement général d'exemption par catégorie** »).

Le Règlement général d'exemption par catégorie est entré en vigueur le 1^{er} juillet 2014 et abroge le règlement CE n° 800/2008 de la Commission en date du 6 août 2008 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché commun en application des articles 87 et 88 du Traité CE.

Le Règlement général d'exemption par catégorie prévoit un plafond de 15 millions d'euros par entreprises qui remplace le plafond de 2,5 millions d'euros sur 12 mois par entreprise. S'agissant des entreprises, le Règlement général d'exemption par catégorie prévoit que les sociétés bénéficiaires des versements doivent en principe commercialiser leurs produits ou services depuis au plus 7 ans.

A noter que le Règlement général d'exemption par catégorie maintient la définition de la PME communautaire, à savoir une entreprise :

- (i) qui occupe moins de 250 personnes,
- (ii) et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros.

- les lignes directrices n°2014/C 19/04 du 22 janvier 2014 relatives aux aides d'Etat visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques qui commente le Règlement général d'exemption par catégorie (mentionné ci-dessus), et qui remplacent les lignes directrices du 18 août 2006 (modifiées le 7 décembre 2010) relatives aux investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises ou les entreprises innovantes.

Ces nouvelles lignes directrices s'appliquent à toutes les aides au financement des risques accordées depuis le 1^{er} juillet 2014.

S'agissant plus particulièrement des dispositifs de réduction d'impôt sur la fortune et de réduction d'impôt sur le revenu (prévus respectivement par les articles 885-0 V bis et 199 terdecies-0 A du code général des impôts) qui tiennent compte des règles communautaires en matière d'aides d'Etat, il est à noter que le projet de loi n°2060 relatif à la simplification de la vie ne prévoit qu'une mise à jour partielle de ces règles communautaires.

A notre connaissance, aucun autre texte n'est en préparation afin de refléter ces changements en droit français.

3/ Publication de la nouvelle directive et du règlement marché d'instruments financiers

La directive « Marché d'Instruments Financiers » (directive 2014/65/CE) et le règlement « Marché d'Instruments Financiers » (règlement 600/2014) ont été publiés au Journal Officiel de l'Union Européenne le 12 juin dernier. Leur entrée en application est prévue le 3 janvier 2017.

Ces deux textes constituent une avancée majeure en matière de transparence et de structure des marchés **(a/)** et présentent des évolutions importantes au niveau de la protection des investisseurs **(b/)**.

a/ Transparence et structure des marchés

Le règlement 600/2014 (article 23) prévoit qu'une entreprise d'investissement veille à ce que les négociations qu'elle mène sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé **ou** sur des actions négociées sur une plate-forme de négociation se déroulent sur un marché réglementé, dans le cadre notamment d'un système multilatéral de négociation (« MTF ») ou d'un internalisateur systématique.

Les négociations de gré à gré (dite « OTC ») sur actions sont désormais strictement encadrées, et ne peuvent être menées que si :

- (i) elles présentent un caractère « *non systématique, ad hoc, occasionnel et peu fréquent* », ou
- (ii) elles s'effectuent entre des contreparties éligibles et/ou professionnelles et ne contribuent pas au processus de fixation des prix (cette notion sera prochainement définie par de futurs standards techniques de l'AEMF).

Aux termes de la directive MIF (articles 29, 30, 44 et 45), l'exigence de transparence signifie :

- des obligations de transparence pré-négociation : obligation de rendre public en temps réel les prix acheteurs et vendeurs ainsi que l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix,
- des obligations de transparence post-négociation : obligation de rendre public en temps réel le volume et l'heure des transactions exécutées portant sur des actions admises à la négociation.

Malgré le maintien des quatre cas de dérogation à la transparence pré-négociation (article 4 du règlement 600/2014), les obligations de transparence pré et post-négociation sont renforcées et étendues des actions aux instruments assimilés aux actions (article 3) et en particulier aux ETFs.

b/ Protection des investisseurs

L'un des objectifs de la révision de la directive MIF est notamment de renforcer les règles en matière de prévention des conflits d'intérêts.

Aux termes de l'article 24 (points 7 et 8) de la directive 2014/65/CE, les conseillers en investissements indépendants ainsi que les gestionnaires de portefeuille n'auront plus le droit de recevoir des rémunérations de la part d'autres personnes que leurs clients.

A noter que le conseil en investissement fourni ne pourra se présenter comme « indépendant » que si le conseiller :

- évalue un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché, qui doivent être suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, pour garantir que les objectifs d'investissement du client puissent être atteints de manière appropriée, et
- n'accepte pas de percevoir des rétrocessions sur la vente des produits conseillés.

Lorsque des rétrocessions sont autorisées, l'article 24 (point 9) de la directive 2014/65/CE précise qu'elles doivent :

- avoir pour objet d'améliorer la qualité du service offert au client, et

- ne pas porter atteinte aux obligations de la société d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de son client.

L'article 24 (point 12) de la directive 2014/65/CE autorise les Etats membres, « *dans des cas exceptionnels* », à imposer des exigences supplémentaires afin d'autoriser la perception de rétrocessions.

Par ailleurs, la volonté de limiter les conflits d'intérêts se traduit par l'obligation de mettre en œuvre une politique de rémunération des personnes participant à la fourniture de services aux clients.

4/ Publication de la directive 2014-91/EU dite « OPCVM V »

La directive OPCVM V a été publiée au Journal Officiel de l'Union européenne du 28 août 2014. Les Etats membres devront avoir finalisé la transposition de cette nouvelle directive dans leur droit national au plus tard le 18 mars 2016.

Cette nouvelle directive modifie la directive 2009/65/CE dite « OPCVM IV » sur trois points essentiels :

- dépositaire d'OPCVM : (i) clarification de ses missions, (ii) alignement de son régime de responsabilité avec les règles prévues par la directive AIFM pour le dépositaire de FIA, et (iii) encadrement du recours à la délégation s'agissant de certaines missions,
- introduction de règles relatives à la politique de rémunération des gérants d'OPCVM,
- harmonisation des sanctions administratives à l'encontre des personnes morales et des personnes physiques violant les dispositions nationales transposant la directive OPCVM V :
 - (i) personnes morales : sanction pécuniaire administrative d'un montant maximal d'au moins 5 millions d'euros ou 10 % du chiffre d'affaires annuel total de la personne morale tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles.
 - (ii) personnes physiques : sanction pécuniaire administrative d'un montant maximal d'au moins 5 millions d'euros.

Prochaine étape ?

En juillet 2012, la Commission européenne a lancé le chantier de la future directive « OPCVM VI » qui aura pour objectif de tirer les leçons de la dernière crise financière. Les sujets de réflexion portent notamment sur les points suivants :

- amélioration de l'encadrement des cessions et des acquisitions temporaires de titres,
- interdiction des OPCVM monétaires à valeur liquidative constante (ces OPCVM mettent en réserve les plus-values afin d'amortir les moins-values),
- clarification des conditions permettant de suspendre les rachats en cas de circonstances exceptionnelles,
- possibilité d'investir directement dans des biens immobiliers afin de favoriser l'investissement à long terme,
- introduction du passeport européen pour les dépositaires d'OPCVM.

ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

1/AMF – Mise à jour du règlement général de l'AMF

Un arrêté du 15 septembre 2014 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** ») a été publié au Journal officiel du 23 septembre 2014.

Les principales nouveautés sont :

- 1/ Rémunérations des conseillers en investissements financiers (« **CIF** ») (article 325-6 du RGAMF)

En complément des deux types de rémunération d'un CIF prévus par l'article 325-6 du RGAMF, un troisième type de rémunération est dorénavant disponible :

*« Des rémunérations appropriées qui permettent la prestation de conseil ou sont nécessaires à cette prestation et qui, de par leur nature, **ne peuvent occasionner de conflit avec l'obligation** qui incombe au conseiller en investissements financiers **d'agir envers ses clients d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux leurs intérêts.** »*

Pour rappel, les deux premiers types de rémunération des CIF prévus par le RGAMF sont :

« Le conseiller en investissements financiers est considéré comme agissant d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux les intérêts d'un client lorsque, **en liaison avec la prestation de conseil à ce client**, il verse ou perçoit une rémunération ou une commission ou fournit ou reçoit un avantage non monétaire suivant :

1° Une rémunération, une commission ou un avantage non monétaire versé ou fourni au client ou par celui-ci, ou à une personne au nom du client ou par celle-ci ;

2° Une rémunération, une commission ou un avantage non monétaire versé ou fourni à un tiers ou par celui-ci, ou à une personne agissant au nom de ce tiers ou par celle-ci, lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) Le client est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant de la rémunération, de la commission ou de l'avantage, ou lorsque ce montant ne peut être établi, de son mode de calcul. **Cette information est fournie de manière complète, exacte et compréhensible avant que la prestation de conseil ne soit fournie.** Le conseiller en investissements financiers peut divulguer les conditions principales des accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires sous une forme résumée, sous réserve qu'il s'engage à fournir des précisions supplémentaires à la demande du client et qu'il respecte cet engagement ;

b) Le paiement de la rémunération ou de la commission, ou l'octroi de l'avantage non monétaire, **a pour objet d'améliorer la qualité de la prestation de conseil fournie au client et ne doit pas nuire au respect de l'obligation du conseiller en investissements financiers d'agir au mieux des intérêts du client.** »

A première vue, il n'est pas certain que l'ajout d'un troisième type de rémunération de CIF ait apporté beaucoup de clarté sur ce sujet.

En attendant les impacts de l'avis final de l'ESMA - dans le cadre de MIF 2 - sur le sort des rétrocessions de commission... Rendez-vous à la fin de l'année 2014 !

2/ Création d'un nouveau reporting AMF pour les sociétés de gestion de portefeuille (articles 314-98 et 319-26 du RGAMF)

Sur le fondement de l'article L. 621-8-4 du CMF qui prévoit que « l'AMF peut se faire communiquer, par les personnes ou entités mentionnées au II de l'article L. 621-9 (notamment les sociétés de gestion), tous documents ou informations, quel qu'en soit le support, utiles à l'exercice de sa mission de veille et de surveillance », l'arrêté du 15 septembre 2014 crée l'obligation pour les sociétés de gestion de portefeuille de transmettre à l'AMF des données relatives à la composition des portefeuilles d'OPCVM et de FIA qu'elles gèrent.

Le texte ne prévoyant pas plus de détails, il faut désormais attendre les précisions qui seront prochainement apportées dans une instruction de l'AMF.

2/AMF - Mise à jour de la position DOC-2013-22 : questions-réponses relative à la transposition en droit français de la directive AIFM

Le 1^{er} août 2014, l'AMF a mis à jour sa position DOC-2013-22 afin de préciser les obligations du dépositaire à l'égard d'actifs détenus de manière indirecte par un FIA, via une ou plusieurs structures intermédiaires contrôlées par ce FIA.

La position AMF rappelle qu'en application des articles 89.3 et 90.5 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012, le dépositaire du FIA doit effectuer la **garde de l'actif sous-jacent** détenu par des structures intermédiaires créées en vue de l'acquisition dudit actif et contrôlées directement ou indirectement par le FIA ou par la société de gestion agissant pour le compte du FIA.

Dans ce cadre, l'AMF rappelle qu'il appartient soit à la société de gestion agissant pour le compte d'un FIA, soit au FIA lui-même (= FIA autogéré) de déterminer, en application des dispositions de l'article L. 233-3 du code de commerce, si un FIA détient le contrôle d'une structure.

Dans l'affirmative, l'AMF distingue deux hypothèses :

- si le dépositaire assure la **tenue de compte-conservation des titres émis par l'actif sous-jacent**, cible de l'investissement, la ou les structures intermédiaires doivent ouvrir un compte-titres dans les livres du dépositaire du

FIA pour que celui-ci assure la garde de l'ensemble de leurs actifs.

- si le dépositaire assure la **tenue de registre des actifs ou des titres émis par l'actif sous-jacent**, cible de l'investissement, le dépositaire du FIA peut assurer seulement la tenue de registre de l'ensemble des actifs détenus par la ou les structures intermédiaires, qu'ils soient inscrits ou non dans les livres du dépositaire du FIA.

Pour rappel, en cas de perte d'instruments financiers conservés (= tenue de compte-conservation), le dépositaire est obligé de restituer des instruments financiers de type identique ou leur équivalent en valeur monétaire sans retard inutile.

A noter qu'en raison des règles relatives aux ratios d'emprise des FIA sur les émetteurs prévues par le Code monétaire et financier, les développements ci-dessus devraient surtout concerner les FPCI et les FPS.

3/AMF – Mise à jour de l'instruction DOC-2012-06 relative aux FPS et FPCI

La nouvelle version de l'instruction DOC 2012-06 prévoit notamment un nouveau chapitre dénommé « Dispositions transitoires ».

Il est précisé que s'agissant des FIA déclarés existants au 27 juillet 2013, date de publication de l'ordonnance n° 2013-676 transposant notamment la directive AIFM en droit français, et fermés définitivement à la souscription à cette même date, ils n'ont pas l'obligation de mettre à jour leur prospectus et leur règlement ou leurs statuts.

Néanmoins, si ces documents ne sont pas mis à jour, ils doivent comporter la mention suivante qui devra être insérée à la plus prochaine occasion et au plus tard le 31 décembre 2014 :

« En application de l'article 35 de l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs, ce fonds est désormais dénommé 'fonds professionnel spécialisé/fonds professionnel de capital

investissement' et se conforme aux dispositions du code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF applicable aux fonds professionnels spécialisés/fonds professionnels de capital investissement.

Conformément à l'instruction AMF n°2012-06, ce document n'a pas fait l'objet d'une mise à jour dans la mesure où le fonds est fermé définitivement à la souscription au jour de la publication de l'ordonnance n° 2013-676. »

4/AMF – Publication de l'instruction DOC-2014-02 : information des investisseurs des FIA non agréés ou non déclarés

Cette instruction détaille le contenu du rapport annuel des FIA non agréés ou non déclarés et précise les informations qui doivent être mises à la disposition des investisseurs de ces FIA.

Cette instruction s'applique à l'ensemble des FIA qui ne font l'objet ni d'une procédure d'agrément ni de déclaration auprès de AMF, à savoir :

- les FIA de droit étranger gérés par une société de gestion de portefeuille,
- les « Autres FIA » mentionnés aux 1° et 2° du III de l'article L. 214-24 du CMF (= à savoir les « Autres FIA » qui sont supérieurs aux seuils¹ et ceux qui sont inférieurs auxdits seuils et qui comptent au moins un investisseur non professionnel),
- les organismes de titrisation au sens du II de l'article L. 214-167 du CMF,
- les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) régies par le paragraphe 5 de la sous-section 2 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II du CMF,
- les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les sociétés d'épargne forestière (SEF) régies par le paragraphe 4 de la sous-section 2 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II du CMF,

1 Pour rappel, les seuils sont :

- seuil de 100 millions d'euros, y compris les actifs acquis par le recours à l'effet de levier,
- seuil de 500 millions d'euros lorsque les FIA ne recourent pas à l'effet de levier et ne peuvent procéder à aucun rachat de parts ou actions pendant une période de cinq ans à compter de la date de l'investissement initial dans chaque FIA.

5/AMF – Publication de l'instruction DOC-2014-03 : procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA

Cette instruction précise les conditions applicables à la procédure de commercialisation en France de parts ou actions de FIA :

- établis en France ou dans un Etat membre de l'Union européenne autre que la France, gérés par une société de gestion de portefeuille **agrée en France** conformément à la directive AIFM,
- établis en France ou dans un Etat membre de l'Union européenne autre que la France, gérés par une société de gestion **agrée dans un autre Etat membre de l'Union européenne que la France**, conformément à la directive AIFM,
- établis dans un **pays tiers** et/ou qui sont gérés par un gestionnaire établis dans un **pays tiers**.

Par ailleurs, cette instruction prévoit la procédure applicable à la commercialisation dans un autre Etat membre de l'Union européenne des parts ou actions de FIA de l'Union européenne (y compris de FIA français) gérés par une société de gestion de portefeuille agréée en France conformément à la directive AIFM (passeport « out »).

6/AMF – Publication de la position DOC-2014-04 : guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France

Cette position apporte des précisions sur la définition de la commercialisation en France de parts ou actions d'OPCVM et de FIA.

Sur la base de la définition de la commercialisation prévue dans la directive AIFM, l'AMF précise que l'acte de commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou de FIA consiste en leur présentation sur le territoire français par différentes voies (publicité, démarchage, conseil...) en vue d'inciter un investisseur à le souscrire ou l'acheter.

Lorsque des parts ou actions d'OPCVM ou de FIA ont fait l'objet d'un acte de commercialisation tel que défini ci-dessus, ces parts ou actions sont considérées comme commercialisées en France **tant que** des investisseurs auprès

desquels une commercialisation en France est intervenue sont actionnaires ou porteurs desdits OPCVM ou FIA.

En revanche, l'AMF précise que ne constitue pas un acte de commercialisation en France :

- l'achat, la vente ou la souscription de parts ou actions d'OPCVM ou de FIA répondant à une demande d'un investisseur, ne faisant pas suite à une sollicitation, portant sur un OPCVM ou un FIA précisément désigné par lui, pour autant que cela lui soit autorisé (à savoir le cas dit de « *reverse solicitation* »)
- l'achat, la vente ou la souscription de parts ou actions d'OPCVM ou de FIA dans le cadre d'un mandat de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, pour autant que de tels instruments financiers soient autorisés dans la gestion du portefeuille de l'investisseur,
- l'achat, la vente ou la souscription de parts ou actions d'OPCVM ou de FIA dans le cadre de la gestion financière d'un OPCVM ou d'un FIA pour autant que de tels instruments financiers soient autorisés à figurer à l'actif de cet OPCVM ou de ce FIA.

7/AMF – Publication de la position- recommandation DOC-2014-06 : guide relatif à l'organisation du dispositif de maîtrise des risques au sein des sociétés de gestion de portefeuille

Cette position-recommandation a pour objectif de préciser les attentes de l'AMF s'agissant des fonctions de conformité, de la gestion des risques, du contrôle interne et du contrôle périodique au sein des sociétés de gestion de portefeuille.

Afin de maîtriser les risques liés à leur activité, les sociétés de gestion de portefeuille doivent établir et garder opérationnel un dispositif de prévention et de gestion des risques dont elles contrôlent régulièrement la bonne application.

Cette position-recommandation comprend 3 grands volets :

- * identification des différents risques auxquels sont exposées les sociétés de gestion de portefeuille (risques financiers, risque de non-conformité et risque opérationnel).

Une fois ces risques identifiés, l'AMF précise que les sociétés de gestion de portefeuille doivent évaluer périodiquement les niveaux de risques auxquels sont exposés les placements collectifs et les portefeuilles gérés.

- analyses des risques et établissement d'un dispositif de prévention et de gestion des risques adapté.

Le dispositif de maîtrise des risques de la société de gestion de portefeuille est constitué d'une part de la fonction permanente de gestion des risques pour les risques financiers et opérationnels, et d'autre part de la fonction de conformité pour le risque de non-conformité.

Ces deux fonctions, chargées de veiller à l'efficacité du dispositif de gestion des risques de la société de gestion de portefeuille, réalisent périodiquement une cartographie des risques afin d'adapter si nécessaire le dispositif de maîtrise des risques existant.

- organisation du dispositif de contrôle de la conformité, du contrôle interne, de contrôle des risques et de contrôle périodique.

Il est précisé l'articulation entre les différents dispositifs que sont :

- le dispositif de contrôle de premier niveau (assuré par l'équipe de gestion),
- le dispositif de contrôle permanent de second niveau (assuré par le RCCI) et
- le dispositif de contrôle périodique (deux situations : si la société de gestion de portefeuille n'appartient pas un groupe, il est préférable que cette fonction soit confiée à un prestataire externe ; si elle appartient à un groupe, cette fonction peut être confiée aux services d'audit interne du groupe).

Cette position-recommandation s'adresse aux sociétés de gestion de portefeuille qui gèrent des OPCVM ou des FIA et/ou qui fournissent le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

8/AMF – Publication de la position-recommandation DOC-2014-07 : guide relatif à la meilleure exécution

Dans cette position-recommandation, l'AMF a clarifié ses attentes concernant les obligations de meilleure exécution et de meilleure sélection, nées de la directive Marchés d'instruments financiers (« MIF »), et a précisé ses attentes vis-à-vis des intermédiaires quant à l'application des règles de meilleure exécution / meilleure sélection.

La publication de cette position-recommandation s'inscrit dans la volonté exprimée par l'AMF dans son plan stratégique 2013-2016 ;

- de redonner confiance aux épargnants dans un environnement de marché rendu plus complexe par la directive MIF et par les évolutions technologiques, et
- de promouvoir une intermédiation fiable et de qualité en fournissant des orientations claires sur les conditions dans lesquelles l'AMF entend voir appliquer la règle de meilleure exécution.

Les principales dispositions de cette position-recommandation portent sur :

- l'élaboration de la politique d'exécution, en suggérant une liste non-exhaustive des facteurs qualitatifs pouvant être pris en compte dans cette politique (par exemple, le recours d'une plateforme à une chambre de compensation ou encore la transparence du processus de formation du prix),
- la surveillance régulière de l'efficacité des dispositifs d'exécution des ordres mis en place par le prestataire et le réexamen de la politique d'exécution.
- l'élaboration de la politique de meilleure sélection pour les PSI qui confieraient pour exécution à un tiers les ordres qu'ils ont reçus, et son articulation avec les politiques d'exécution des entités sélectionnées,
- la surveillance régulière et le réexamen de la politique de sélection,

- l'articulation de l'obligation de meilleure exécution avec les obligations relatives aux avantages et rémunérations et à l'identification et la gestion des conflits d'intérêt,
- la nécessité de fournir une information claire, précise et non trompeuse aux clients.

9/ESMA – Mise à jour du FAQ relatif à la directive AIFM (ESMA/2014/868)

Le 21 juillet 2014, l'ESMA a mis à jour son FAQ relatif à la directive AIFM s'agissant notamment des obligations de reporting aux autorités nationales compétentes, des obligations incombant aux dépositaires et surtout du calcul de l'effet de levier.

Une incertitude injustifiée planait depuis plusieurs mois s'agissant de la prise en compte de la dette portée par des véhicules intermédiaires au niveau de l'effet de levier des FIA, et ce malgré l'existence de textes sur ce sujet :

- Considérant (78) de la directive AIFM :

« [...] Pour les fonds de placement privés et les fonds de capital- risque, notamment, cela signifie que l'effet de levier qui existe au niveau d'une société de portefeuille n'est pas destiné à être inclus lorsqu'il est fait référence à ces structures financières ou juridiques. »

- Article 6.3. du règlement délégué (UE) n°231/2013 :

*« L'exposition attachée aux structures financières ou juridiques impliquant des tiers contrôlées par le FIA concerné est incluse dans le calcul de l'exposition lorsque les structures en question **ont été spécifiquement créées pour augmenter l'exposition directement ou indirectement au niveau du FIA.** Pour les FIA dont la politique principale en matière d'investissement consiste à acquérir le contrôle de sociétés ou d'émetteurs **non cotés**, le gestionnaire n'inclut pas, dans le calcul de l'effet de levier, l'exposition existant au niveau de ces sociétés et émetteurs non cotés **si le FIA ou le gestionnaire agissant pour le compte du FIA n'est pas tenu de prendre à sa charge les pertes éventuelles au-delà de son investissement dans ces sociétés ou émetteurs.** »*

Les réponses apportées par l'ESMA lors de la mise à jour de son FAQ 2014/868 confirment que la dette portée par les véhicules intermédiaires ne doit pas être prise en compte pour la détermination de l'effet de levier d'un FIA, sous réserve que ce dernier ne supporte pas des pertes allant au-delà du montant de son investissement dans lesdits véhicules intermédiaires.

10/ Commercialisation de FIA avec passeport dans un autre Etat membre de l'Union européenne

Pour mémoire, l'article L. 621-5-3 I 4° du CMF prévoit qu'à l'occasion d'une autorisation de commercialisation en France d'un organisme de placements collectifs (= OPCVM ou FIA) **soumis à la législation d'un Etat étranger** ou d'un compartiment d'un tel organisme, le droit dû à l'AMF est supérieur à 1.000 euros et inférieur ou égal à 4.000 euros. Il est exigible le jour du dépôt de la demande d'autorisation la première année et le 30 avril les années suivantes.

Une règle plus ou moins équivalente existe très certainement dans les autres Etats membres de l'Union européenne.

Aussi, avant d'avoir recours au passeport commercialisation (ce qui implique que la société de gestion de portefeuille est soumise intégralement aux dispositions de la directive AIFM), il est recommandé de vérifier l'existence ou non d'un droit fixe dû à l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil du FIA, les modalités de paiement (paiement unique ou annuel de ce droit) et la période pendant laquelle ce droit est dû.

CONTACTS

Florence Moulin
fmoulin@jonesday.com

Daniel Schmidt
dschmidt@jonesday.com

Guillaume Cavalin
gcavalin@jonesday.com

Stéphanie Dubreuil
sdubreuil@jonesday.com

Marie Role
mrole@jonesday.com

Caroline Steil
csteil@jonesday.com

Jones Day publications should not be construed as legal advice on any specific facts or circumstances. The contents are intended for general information purposes only and may not be quoted or referred to in any other publication or proceeding without the prior written consent of the Firm, to be given or withheld at our discretion. To request reprint permission for any of our publications, please use our "Contact Us" form, which can be found on our web site at www.jonesday.com. The mailing of this publication is not intended to create, and receipt of it does not constitute, an attorney-client relationship. The views set forth herein are the personal views of the authors and do not necessarily reflect those of the Firm.